

特高压系列之二之平高电气：特高压只是成长性的开始，后续期待更多

——平高电气（600312）系列之六深度报告

2014年04月17日

强烈推荐/维持

平高电气 深度报告

报告摘要：

- 公司未来 5 年高成长格局已定，产业布局支撑公司未来的长期成长性。** 特高压业务支撑公司近几年的业务爆发，特高压+配网+海外+整体上市的产业布局支撑公司未来业绩的长期成长性。公司有望依托于现有上市公司特高压+配网开关+海外设备的产业布局结合集团核心器件+配网成套+海外成套+大检修的业务格局逐步形成以核心器件作为支撑的具备核心竞争力的多平台业务阶梯状推进的产业格局，将确保公司未来业绩的持续增长。
- 特高压建设已成定局，能源委会议进一步定调大规模开闸。** 环保诉求推升特高压建设的紧迫性，能源局、国务院多次表态提供背书，能源委会议基本确定特高压大规模开展基调。4月16日淮南-上海北环获得发改委核准以及4月18日能源委会议总理提及启动特高压等一批重大项目释放开闸明确信号，特高压建设成为缓解经济下滑的重要投资内容。从可预期的事件来看，中短期内淮南-上海北环的批复、12条电力外送通道方案的批复以及其中线路的陆续批复将落实特高压投资的预期，对相关标的业绩的支撑将逐步获得兑现。
- 配网设备、海外设备业务开始进入放量期，将接续特高压的增长，资产整合构建多业务发展平台。** 天津中压开关产业园定位高端和进口替代，中压配网巨大市场能有效保证公司产能释放，天津中压开关产业园将从2014年开始贡献收入。海外业务拓展是大型电力设备企业发展必由之路，公司有望复制特变电工海外电力服务路径。整体上市兑现预计将促使构建多产品业务发展平台，彻底释放公司发展潜力。
- 公司盈利预测及投资评级。** 特高压的稳步推进，将基本确保公司2014-2015年EPS分别为0.71（原为0.67）、1.1（原为1.02），对应的PE分别为19.5、12.5，公司的产业布局支撑了公司成长的持续性，综合估算继续给予公司强烈推荐评级，提升公司未来目标价至30元（原为21元）。

财务指标预测

盈利预测及市场重要数据	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,818	5,782	10,242
(+/-%)	16.3%	51.4%	77.1%
净利润(百万元)	399	804	1251
(+/-%)	194.4%	101.6%	55.7%
每股收益(元)	0.49	0.71	1.10
市盈率(PE)	28.4	19.5	12.5
市净率(PB)	3.5	3.9	3.0

侯建峰

010-66554043

houjf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480513040001

弓永峰

010-66554025

gongyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480111020051

交易数据

52周股价区间(元)	13.59-8.91
总市值(亿元)	111.3
流通市值(亿元)	111.3
总股本/流通A股(万股)	81897/81897
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.49

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《平高电气（600312）：2014年预期实现7.48亿净利润，延续2013年高增长》2014-04-01
- 《平高电气：2013年业绩大幅预增，2014年业绩将继续逐季高增长》2014-01-14
- 《平高电气：非公开发行获得核准，正式布局配网业务》2014-01-02
- 《平高电气：特高压中标17.7亿远超市场预期，奠定今、明两年业绩翻番增长基础》2014-01-02

目 录

序言：平高电气是具有主题投资性质的成长股（特高压带来公司成长的“显著性”，产业布局带公司成长的“持续性”）	3
1. 产业布局将推动公司未来 5 年业绩持续高增长	4
1.1 公司近 3 年归属利润复合增长率达到 381.64%，归属利润创历年新高，管理改善、特高压占比增加是主因	4
1.2 产业布局决定公司业绩长期成长特征，特高压、配网、海外、资产整合多因素推动	5
2. 能源委工作会议进一步释放特高压大规模开闸信号，平高电气将引领板块行情	8
2.1 特高压必然大规模开建，能源局、国务院多次表态，4 月 18 日的能源委工作会议进一步明确信号	8
2.2 平高电气是特高压第一投资标的，高弹性特征将引领板块行情，奠定公司 300 亿市值兑现基础	11
3. 配网、海外业务接力特高压，延续高增长	12
3.1 天津中压开关产业园定位高端，公司未来百亿收入重要推手	12
3.2 走出去是电力设备行业未来重要方向，公司依托集团国际工程公司、中电装备、国家电网多渠道扩展海外设备业务	14
4. 国家电网首提旗下上市公司“整体上市”，平高电气有望拔得头筹	14
4.1 整体上市提升日程，平高电气有望最先推进	15
4.2 集团现有产业逐步形成核心器件+配网成套+海外工程服务+大检修服务产业格局，望推动公司多个平台业务的搭建	15
5. 盈利预测及估值	16

表格目录

表 1 12+1 电力外送通道方案（含雅安-武汉特高压线路）	10
表 2 特高压按照国家电网规划推进后，每年各个企业的中标情况	11
表 3 年均特高压订单相对于 2012 年收入弹性以及利润弹性	11
表 8: 公司盈利预测表	17

插图目录

图 1 归属利润近几年大幅增加，奠定坚实业绩和估值基础	4
图 2 毛利率和期间费用“剪刀差”持续扩大	5
图 3 特高压占比持续增加并保持高位	5
图 4 未来 5 年公司特高压业务的收入预测情况	5
图 5 未来 5 年公司中压开关业务的收入预测情况	6
图 6 上市公司未来海外设备（不含成套）收入的预测情况	7
图 7 资产整合将进一步完善上市公司业务平台搭建，支撑长期成长	7
图 8 环保诉求和高层态度是特高压加快推进的关键	8
图 9 中压开关未来在输变电设备中占比将逐步增加	13
图 10 中压开关集中度低，“十一五”期间未现明显提升	13
图 11 平高集团主要的下属公司情况	15

序言：平高电气是具有主题投资性质的成长股（特高压带来公司成长的“显著性”，产业布局带公司成长的“持续性”）

从2012年11月12日写平高电气第1篇深度报告《“特”在平台，“高”在整合，“压”于海外》，随后在2013年3月26日发表了公司5篇系列报告，现在是公司的第7篇深度报告，也是系列报告的第6篇，是对以前观点的一种重新阐述和延伸，从严格意义上讲，我们在去年推出平高电气的系列报告后已经没有别的机构可以超越原有报告的高度。希望通过这些报告的发表能对公司这一年多来的变化、公司管理层的特点、公司的战略以及持续的产业布局有一个系统的阐述，也对您的投资有所借鉴和参考。

这次报告的标题叫“特高压只是成长性的开始，后续期待更多”，之所以定这样一个标题，包含了两方面的意思。（1）“特高压只是成长性的开始”想表述特高压大趋势已经确立，特高压对公司成长性的支撑和推动应该已逐步开始获得市场认可，后面将逐步确认和深化。（2）“后续期待更多”主要想表述的是避免短视并树立动态看待问题的态度，公司的产业布局对公司未来成长的持续性有很好的支撑。

产业布局决定了公司未来成长的持续性，而企业家精神、公司治理以及行业发展前景则是对公司产业布局后续成长性的重要支撑。

从公司产业布局来看，上市公司目前形成了特高压+配网中压开关+海外设备的产业布局，而集团形成了配网成套+海外工程+大检修业务+器件的产业布局，后续在国家电网2014年工作会议提及的“整体上市”方针指引下，上市公司将逐步形成器件平台+高压产品平台+配网产品平台+海外工程业务平台等业务构架，而外延式扩张是对构架体系完善的重要手段，复制国外电力设备企业发展壮大之路。

不考虑集团的产业，只就上市公司的业务情况来看，特高压对于公司成长性的贡献刚刚开始，中压配网业务从明年开始步入快速车道，海外业务获取目前以集团为主，从集团业务的获取情况来看，未来几年将是业务的释放期（高压开关产品只能从上市公司购买），而器件业务则减少集团与上市公司之间关联交易，构件完整产业链提升海外市场竞争力，公司格局已定，静待果实成熟。

按照伊迪丝·彭罗斯《企业资源成长理论》的观点：“企业家对企业的成长动机和方向影响更为深远，企业家精神和服务是企业持续成长的必要条件”。这一点也是我们在给机构短信和邮件中反复提及的，关注公司管理层变化给企业战略、产业布局、公司治理带来的积极影响。我们认为李永河董事长进入平高集团后，给公司未来的战略制定、产业布局和公司治理带来了非常积极的影响，这将在公司随后的业绩兑现中逐步得到确认，李永河董事长也许不是最优秀的董事长，但至少是目前这个阶段最适合平高电气的董事长。

我们认为平高电气是具备主题投资性质的长期成长股，特高压在近几年带来公司成长的显著性，而公司的产业布局则带来成长的持续性，特别是公司器件+特高压+配网+海外的产业和市场布局符合国家电网的投资方向和海外电力设备市场发展规律。

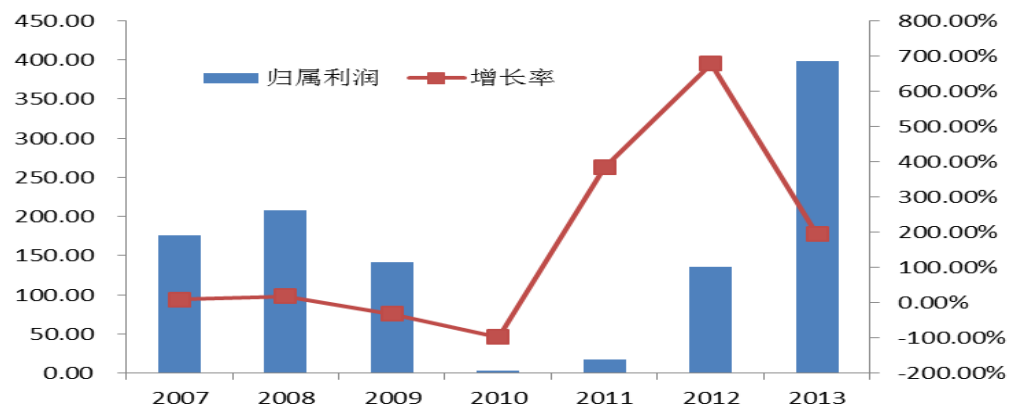
1. 产业布局将推动公司未来 5 年业绩持续高增长

1.1 公司近 3 年归属利润复合增长率达到 381.64%，归属利润创历年新高，管理改善、特高压占比增加是主因

公司近几年业绩大幅反转给了公司很好的业绩和估值支撑。

由于行业投资下滑、竞争增加以及投标规则的影响，公司业绩在 2009 年、2010 年步入低谷，2011 年随着公司新任管理层的上台，公司的管理改善开始逐步显现效果，同时便随着特高压收入占比的提升，公司的盈利出现大幅提升，从 2011-2013 年三年的复合增长率达到 381.64%。

图 1 归属利润近几年大幅增加，奠定坚实业绩和估值基础



资料来源：东兴证券研究所、wind

管理改善带来了公司利润大幅增加的内在发展基础，公司从 2012 年开始深化管理变革，效果体现刚刚开始。

继续借用迪丝·彭罗斯的观点，管理竞争力是限制企业成长的主要因素之一。在 2012 年 7、8 月份，我们和资本市场交流公司管理改善基础在发生变化的时候，由于整体的资本市场环境因素，大家并没有去关注这一块，但是从我们对公司认知的角度来看，管理改善是公司未来盈利能否持续增长最为关键的因素之一。

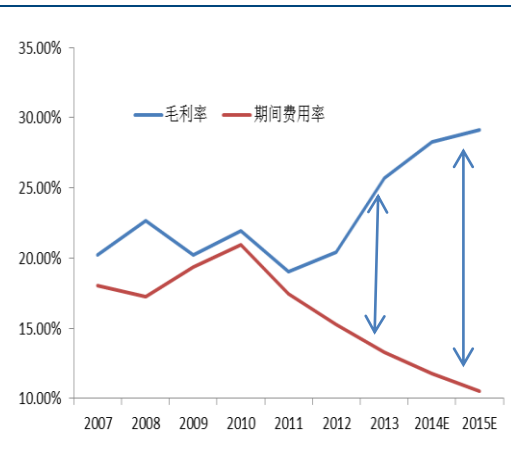
平高电气的管理改善效果逐步体现，毛利率和期间费用的“剪刀差”在扩大，这种态势还将持续。从平高电气的情况来看，李永河董事长从国家电网调任平高电气后，积极深化公司管理变革，根治公司以前“跑冒滴漏”比较多、侵蚀公司利润的顽疾；加大新产品研发优化产品设计适应市场的需求（重点体现在断路器和隔离开关产品更新后的毛利率变化）；推进组织机构变革、提出事业部制管理。随着这些措施的实施，公司的毛利率将持续提升，期间费用率将持续下降。

特高压占比持续提升是公司业绩大幅增长的另—驱动因素，未来随着特高压建设常态

化推进, 特高压对公司业绩的影响将长期存在。

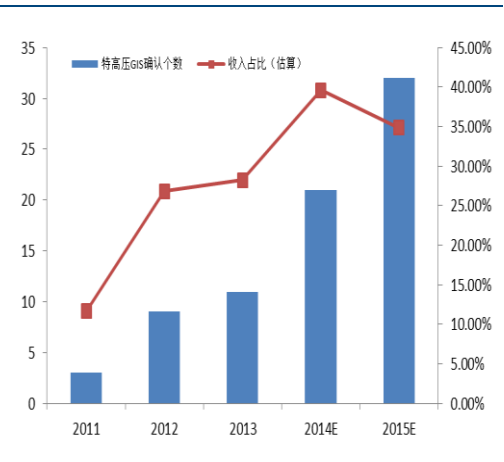
公司是典型的特高压交流受益股, 从特高压交流线路推进的情况来看, 目前总计建成两条特高压交流线路, 一条特高压交流线路在建。特高压获得国家上层的高度认可, 未来将加快推进、常态化发展, 线路建设的推进也将逐步验证我们一直倡导的特高压是 2014 年底预期后迎来反转的最为重要、有望获得最大投资受益的方向。

图 2 毛利率和期间费用“剪刀差”持续扩大



资料来源: 东兴证券研究所

图 3 特高压占比持续增加并保持高位



资料来源: 东兴证券研究所

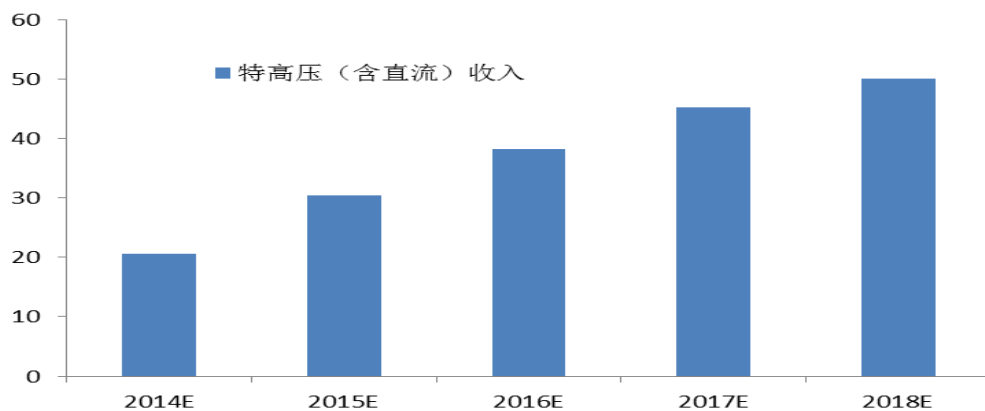
1.2 产业布局决定公司业绩长期成长特征, 特高压、配网、海外、资产整合多因素推动

特高压是公司目前业绩快速增长的主要动力。

从国家能源局和国务院对特高压电力外送通道的态度来看, 特高压线路持续推进将是大概率事件。按照国家电网规划, 预计 2014 年特高压交直流线路将开始进入常态化发展的态势, 未来每年保证在 2-3 条交流和 2-3 条直流同时核准开工的状态。

从收入确认进度估算, 我们估计平高电气极值的特高压 GIS 确认的间隔数在 50 个, 远高于去年单年确认的 11 个间隔的数量, 同时考虑到线路建设的进程以及设备厂商产能供应情况, 预计 50 个间隔的极值情况将在 2017 年或者 2018 年达到, 至少可以保证未来 5 年左右的高速增长。

图 4 未来 5 年公司特高压业务的收入预测情况

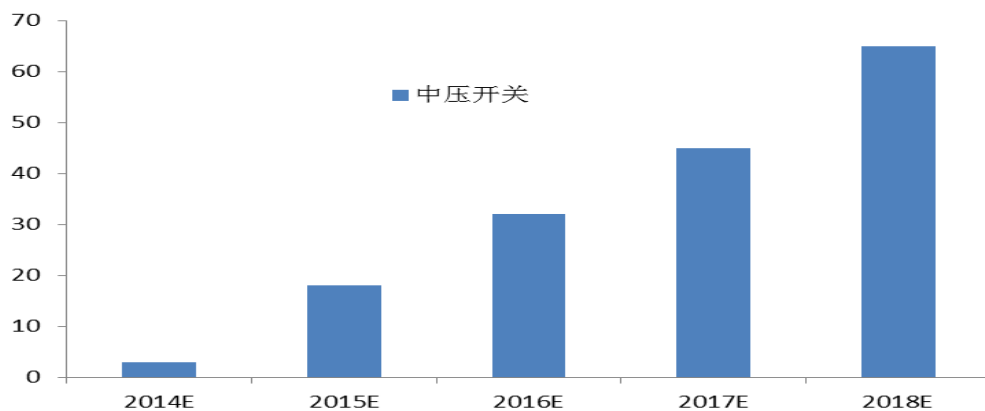


资料来源：东兴证券研究所

国内配网业务稳步推进，行业集中度提升利好公司产能释放。

公司天津中压开关产业园定位于高端，立足高端进口替代，将有望保证公司合理市场份额和较高利润。随着国家电网对中压开关业务集采的进一步推进，行业将迎来集中度的进一步提升，公司借助于国家电网平台以及优秀的技术和全产业链支撑，有望快速占据市场，保证公司产能的有效释放，兑现 70 亿产值的承诺。从公司产能规划的情况来看，第一期项目未来 3 年是公司产能的有效释放期，同时随着二期项目的推进，中压配网业务对公司成长性的支撑性将进一步体现。

图 5 未来 5 年公司中压开关业务的收入预测情况

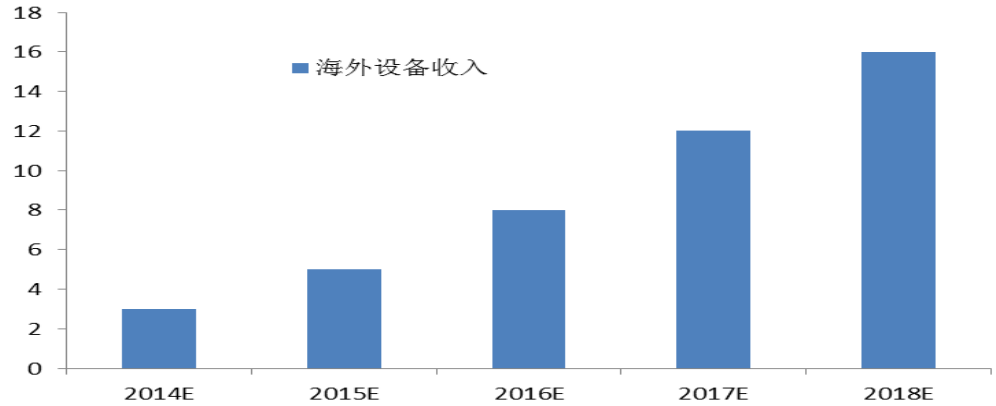


资料来源：东兴证券研究所 备注：未考虑集团的资产注入

海外业务受益于集团海外总包（含买方、卖方信贷）的突飞猛进。

从集团去年海外业务的在手订单情况来看，预计在 20 多亿，其中高压电气产品的采购将主要依托于上市公司供应，预计这一部分在手订单以及集团后续在海外市场的进一步扩展将支撑未来几年业绩的持续释放。

图 6 上市公司未来海外设备 (不含成套) 收入的预测情况

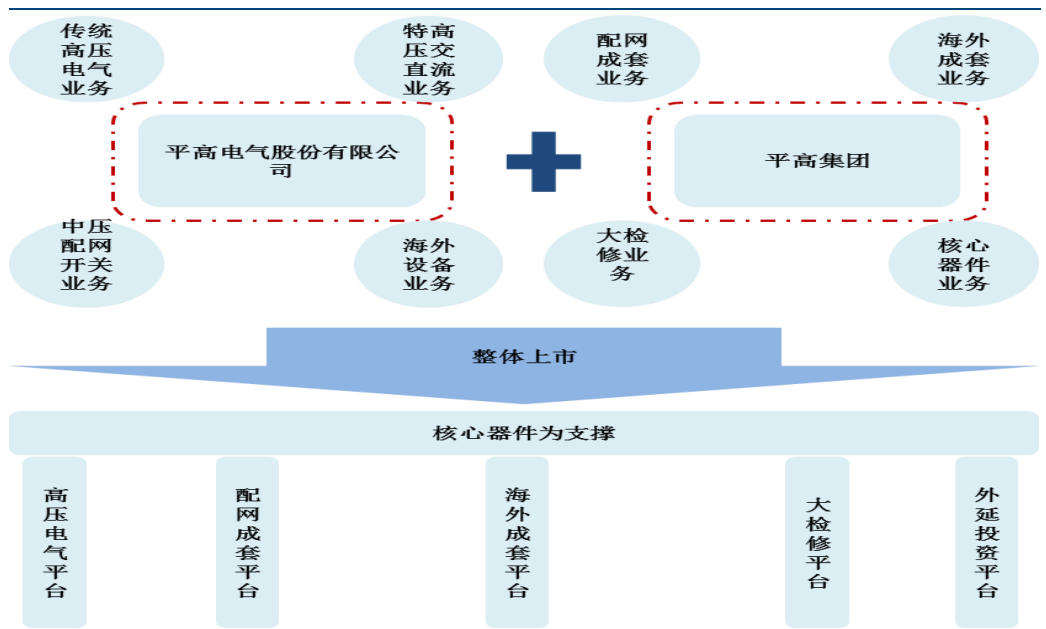


资料来源: 东兴证券研究所 备注: 未考虑集团的资产注入

国家电网年度工作会议首提平高电气、许继电气、国电南瑞等公司“整体上市”，有望加快平高电气后续资产整合步伐。

从平高集团目前的产业布局来看，集团目前构建了配网成套+海外成套+大检修+核心器件的产业布局，这些业务的注入将进一步完善上市公司产业布局 and 平台，为公司后续依托于产业平台的外延式扩张奠定基础。

图 7 资产整合将进一步完善上市公司业务平台搭建，支撑长期成长



资料来源: 东兴证券研究所

2. 能源委工作会议进一步释放特高压大规模开闸信号，平高电气将引领板块行情

2.1 特高压必然大规模开建，能源局、国务院多次表态，4月18日的能源委工作会议进一步明确信号

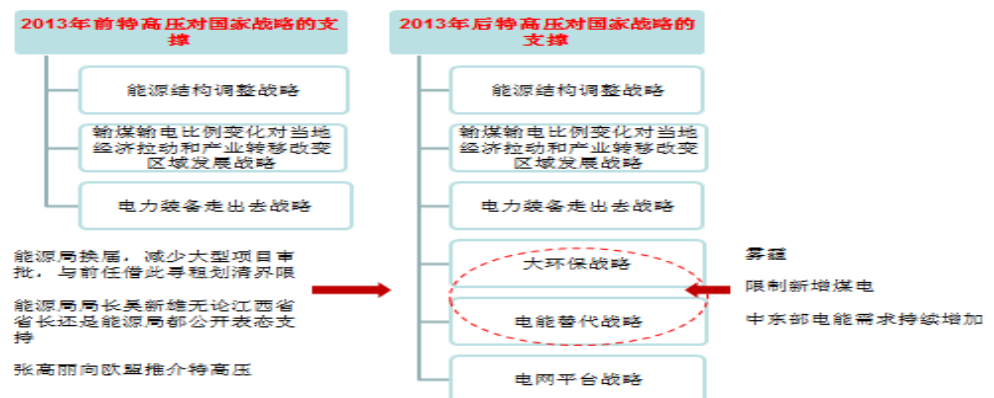
对于该部分内容我们只做简单阐述，详细内容参照2014年3月21日发表的《特高压暖风渐起，受益标的将飞》，里面详细的参数了特高压建设必然性、优缺点、交直流互济的必要性、特高压加快推进的关键因素等等。从特高压建设推动的关键因素来看，经济型和安全性在建成线路多年的良好运营后已经从实践中得以验证，因此环保的诉求和上层（能源局、国务院）的意志就成为后续特高压线路能付加快推进最为关键的变量。

大气治理诉求成为推动特高压爆发的重要变量，特高压对能源结构调整和大气治理的支撑作用望上升到国家战略高度。

从特高压的发展历程来看，基于国家电网的投资规划，呈现持续低预期的状态，我们究其原因认为主要是相关审核机构不作为、怕担责，审核机构人员频繁变动没有形成政策连续性等造成的。

新一届领导的上台后对以牺牲环境为代价的粗放式发展方式进行纠正，提出大力发展环保产业、积极推进大气污染防治以及对多项审批权的下放等对我国特高压建设在2014年爆发给了强有力的推动。

图 8 环保诉求和高层态度是特高压加快推进的关键



资料来源：东兴证券研究所

根据中国能源报2013年12月报道，在举行的“2013年全国电网设计技术交流会”上获悉，为贯彻落实国务院今年9月发布的《大气污染防治行动计划》，国家能源局等有关部门形成了《大气污染防治计划电网实施方案》。后续《大气污染防治电网实

施方案》的出台将从正式文件上对我国特高压线路的建设形成最为重要的支撑。

能源局、国务院公开表态跨区电力通道建设, 12 条电力外送通道建设方案已上报能源局。

能源局局长吴新雄在 2013 年 9 月 22 日首都大气污染防治措施落实会议上公开提到电力外送通道建设, 并提到具体外送通道。增加东部地区外来电力供应。在内蒙古、山西等煤炭资源富集地区建设大型坑口煤电基地, 进一步扩大向北京输电规模。确定了锡盟-北京东-山东(特高压交流)、蒙西-天津(特高压交流)等输电通道项目, 并对项目建设任务和目标进度提出要求。

2013 年 9 月底能源局副局长王禹民赴内蒙专门调研电力通道建设和煤化工情况。国家能源局已就电力通道建设项目审批问题做了大量研究, 提出内蒙古的电力通道建设更要“快事快办”, 争取尽快取得突破, 让内蒙古电力尽快在北京、天津、河北、山东等地落地, 为配合国家大气污染防治计划和华北地区雾霾治理, 内蒙古已经和北京、天津、河北、山东等地达成协议, 加快清洁能源输出, 为相关地区用清洁能源替代燃煤提供保障。

2013 年 11 月 20 日张高丽在参观中欧城市博览会国家电网公司展区时, 在了解了特高压电网对于解决国内资源大范围优化配置问题的重要作用, 并询问了特高压输电线路建设情况后向来华出席博览会的欧盟委员会副主席卡拉斯一行称赞特高压电网发展对于解决我国资源大范围优化配置、促进大气环境治理的重要作用。

2014 年 1 月 24 日, 能源局正式印发《2014 年能源工作指导意见》, 在正式印发文件中明确提及要求加快电力外送通道建设, 加快建设 9 个以电力外送为主的千万千瓦级现代化大型煤电基地建设, 加大西电东送力度, 加快推进鄂尔多斯、山西、锡林郭勒盟能源基地向华北、华中、华东地区输电通道建设, 规划建设蒙西~天津南、锡盟~山东、锡盟~江苏、宁东~浙江、准东~华东等 12 条电力外输通道, 提高跨省区电力输送能力。”

2014 年 2 月 21 日, 李克强总理在主持国务院常务会议明确指出“实施跨区输电项目”。

2014 年 2 月 25 日能源局明确了大气污染防治重点工作时限和责任, 采取五大措施加强大气污染防治。其中重点提及“加快 12 条输电通道项目进程, 并督促电网企业抓紧落实”。

2014 年 2 月 28 日, 凤凰财经报道, 国家电网发策部副主任张正陵透露, 能源局已经委托电力规划设计总院提出电网实施方案, 方案包括规划建设 12 条跨区送电通道。目前该方案经过中介机构评估后已上报国家能源局等待批复。这些输电通道应在大气污染防治行动计划要求的 2017 年前发挥作用。12 条通道中国家电网包括 11 条, 其中 4 条交流、4 条直流, 3 条 500KV 线路。

4 月 16 日淮南-上海北环获得发改委核准以及 4 月 18 日能源委会议总理提及启动特高压等一批重大项目释放开闸明确信号, 特高压建设成为缓解经济下滑的重要投资内

容

据媒体报道，国家能源局 4 月 16 日召开会议通过了淮南-南京-上海交流特高压（北环线）的开工“大路线”核准。总投资额逾 260 亿元的该北环线路将正式建设。

4 月 18 日，李克强总理在新一届能源委员会会议上强调，要开工一批重大项目，这既是稳增长、提高能源保证能力的重要举措，更是调整能源结构、转变发展方式的有效抓手。其中提及今年要按照规划开工建设一批采用特高压技术和常规技术的“西电东送”输电通道，优化资源配置，促进降耗增效。

我们认为从总理表态来看，特高压一方面作为我国能源结构调整和雾霾治理的有效手段得到了总理的认可，另一方面，在房地产、基础建设等没有多少可发挥余地的情况下，以特高压为代表的输电线路的建设成为投资的重要选项，将推动特高压建设的加快发展。从可预期的事件来看，中短期内淮南-上海北环的批复、12 条电力外送通道方案的批复以及其中线路的陆续批复将落实特高压投资的预期，对相关标的业绩的支撑将逐步获得兑现。

表 1 12+1 电力外送通道方案（含雅安-武汉特高压线路）

ITE M	线路	线路进展及预期进度
		估计 2014 年上半年能获得小路条，进展快的话有望复制浙北-福州线路推进的速度，2014 年年底获得核准开工。
1	蒙西-天津南 1000kV 交流工程	
2	陕西-潍坊 1000kV 交流工程	在做环评
3	锡盟-济南 1000kV 交流工程	已经获得小路条，估计 2014 年获得核准开工概率大。
4	淮南-南京-泰州-苏州-沪西 1000 千伏特高压交流工程	已经获得小路条，目前已经通过中咨公司评审上报能源局，估计 2014 年上半年获得核准开工。
5	晋东南-徐州-南京 1000 千伏特高压交流工程	在做环评
6	雅安-武汉 1000kV 交流工程	已经获得小路条，目前已经通过中咨公司评审上报能源局，估计 2014 年上半年获得核准开工。
7	宁东-绍兴 ± 800 千伏特高压直流工程	已经获得小路条，预计 2014 年上半年能够获得核准开工
8	锡盟-泰州 ± 800 千伏特高压直流工程	已经获得小路条，
9	滇西北-广东 ± 800 千伏特高压直流工程（南网）	在做环评
10	准东-华东 ± 800 千伏特高压直流工程	上半年有望获得小路条
11	上海庙-枣庄 ± 660kV 直流工程	非特高压线路
12	上海庙-日照 ± 660kV 直流工程	非特高压线路
13	晋东-常州 ± 500 千伏双回直流工程	非特高压线路

资料来源：东兴证券研究所

单击此处输入文字。

2.2 平高电气是特高压第一投资标的, 高弹性特征将引领板块行情, 奠定公司 300 亿市值兑现基础

平高电气作为特高压交流线路建设最为受益的公司, 我们从前年开始对于公司推荐的逻辑是基于市场普遍低预期下的特高压交流加快建设带来预期大幅反转进而带来大幅超额收益。从目前事件发展的态势来看, 逐步在切合我们对行业和公司整体判断的逻辑, 在市场所给预期极低的情况下, 公司的高弹性特征将有望打开公司股价上涨空间, 引领整个特高压板块的大幅上涨。

按照国家电网的投资规划, 2020 年要建成“五纵五横一环网”以及 27 回直流的投资规划, 同时考虑到目前能源局对于特高压交流线路的审批呈现不跨网并半条建设的节奏, 同时假设这种投资方式保持不变。从目前已经建成和参与投标的情况的线路来看, 已经建成 4 直 2 交, 后续还有 23 条直流和 20 个半条交流 (备注: 概数, 从线路投资平均的角度出发最终估算的总的投资差别不大, 同时可以相对简单的解释清楚投资的逻辑)

参照国家电网上报的淮南-上海北半环 (静态投资 260.5 亿) 和南半环 (静态投资 185.4 亿) 的投资情况, 考虑到建设成本的下降, 假设未来特高压交流线路每半条平均投资 210 亿。参照近期的哈密-郑州 (总投资 250 多亿) 以及溪洛渡-浙西 (总投资 238.5 亿) 的投资数据, 考虑未来建设成本的下降, 每条特高压直流的投资在 220 亿。

同时考虑到特高压线路建设的周期一般在 1 年半左右, 因此假设国家电网规划的所有的线路都要在 2019 年前开始核准开工并投标, 则估算未来平均每年要有“3 交 3 直”开工, 则每年特高压直流和交流的投资数据在 660 亿、630 亿。

通过测算, 我们可以看出, 随着特高压投标线路的稳步推进以及特高压收入占比的逐步提高, 平高电气和中国西电的业绩弹性非常明显, 同时平高电气表现出好的 PE 支撑, 中国西电表现出好的 PB 支撑。我们估算平高电气在特高压业务的支撑下, 公司 2015 年全年净利润将超过 10 亿, 支撑公司兑现 300 亿市值目标。

表 2 特高压按照国家电网规划推进后, 每年各个企业的中标情况

公司 (含交直)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
平高电气	40.27	40.27	40.27	40.27	40.27	40.27
特变电工	54.17	54.17	54.17	54.17	54.17	54.17
中国西电	112.73	112.73	112.73	112.73	112.73	112.73
许继电气	26.76	26.76	26.76	26.76	26.76	26.76
经纬电材	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
大连电瓷	5.40	5.40	5.40	5.40	5.40	5.40
金利华电	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

资料来源: 东兴证券研究所

表 3 年均特高压订单相对于 2012 年收入弹性以及利润弹性

公司	2012年净利润率	特高压净利润率（估算）	年均订单/2012年收入	结论
平高电气	4.14%	20.00%	1.23	净利润还较低，收入弹性高，估算极值特高压收入将超过50亿，高特高压净利率带来良好利润弹性
特变电工	4.59%	15.00%	0.27	整体特高压设备的利润弹性一般
中国西电	0.72%	15.00%	0.89	低净利润率决定中国西电未来几年的净利润增速将非常快，估算极值收入应该达到120亿以上。
许继电气	8.61%	20.00%	0.40	现有净利率较高，同时后续占比提升影响小，对利润增速的影响一般
经纬电材	6.74%	20.00%	0.96	有好的收入弹性，如果特高压放量值得关注
大连电瓷	5.88%	15.00%	0.85	有好的收入弹性，如果特高压放量值得关注
金利华电	6.87%	13.00%	0.83	有好的收入弹性，如果特高压放量值得关注

资料来源：东兴证券研究所

3. 配网、海外业务接力特高压，延续高增长

3.1 天津中压开关产业园定位高端，公司未来百亿收入重要推手

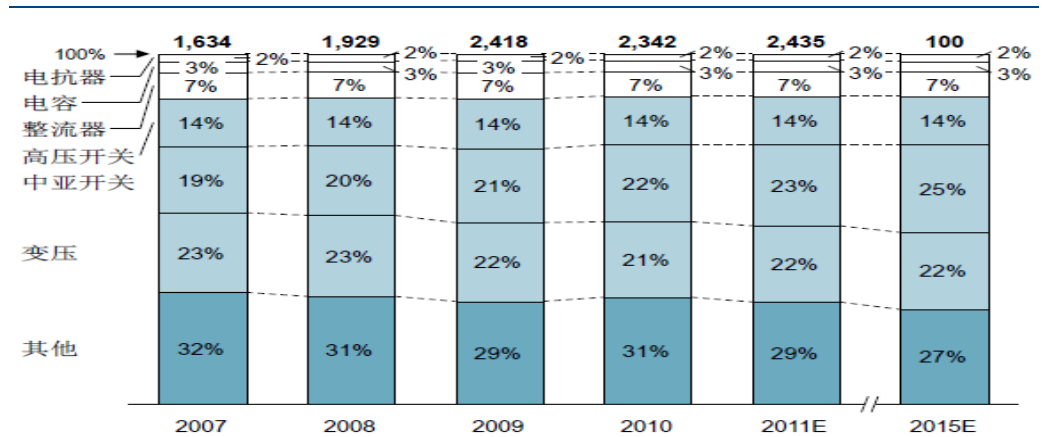
中压开关，量大面广，未来国内千亿市场是现有高压市场和特高压市场总和的数倍

我们以往的电力建设投资均衡性差，中国电力行业长期受到缺电的困扰国家重电源建设、轻电网投资形成“重发轻送不管用”的现象。而在我国的电网建设中，“十一五”期间，两大电网公司加大了主干网建设的力度，与电源投资的差距在缩小，但是随着我国主干网建设的成形，配网建设落后的弊端又开始显现。特别是随着我国城镇化的推进以及农村用电的增加，现有的配网体系，进程出现“卡脖子，有电降不下”的窘境。因此我们预测在“十二五”期间，配网建设有望获得提速，在十三五期间随着特高压建设的高峰逐步退去，配网建设是正式进入爆发期。未来配网的长期景气度可期。

据有关资料，“十一五”期间，我国中压开关设备每年市场容量约为500亿左右。“十二五”期间，我国城乡电网建设、工矿企业经济建设、铁路电气化建设加快发展，未来10年，中压开关设备市场容量的复合增长率在8%左右，到2020年，预计每年需求将达到1000亿元。按照目前中压市场的情况，我们测算，目前中压开关整体的市场需求量在600多亿的市场空间。而目前剔除特高压的高压开关的市场空间也就在300亿左右，特高压在100多亿，中压开关的市场空间远大于高压和特高压市场。

从平高电气中压开关产业园的产能规划来看，远景产能规划70亿（含15亿真空灭弧室），整体只占中压开关千亿市场的7%左右，未来随着行业集中度提升以及公司立足高端所面临的良好的竞争态势将确保公司产能的释放。

图 9 中压开关未来在输变电设备中占比将逐步增加



资料来源: 东兴证券研究所, 罗兰贝格

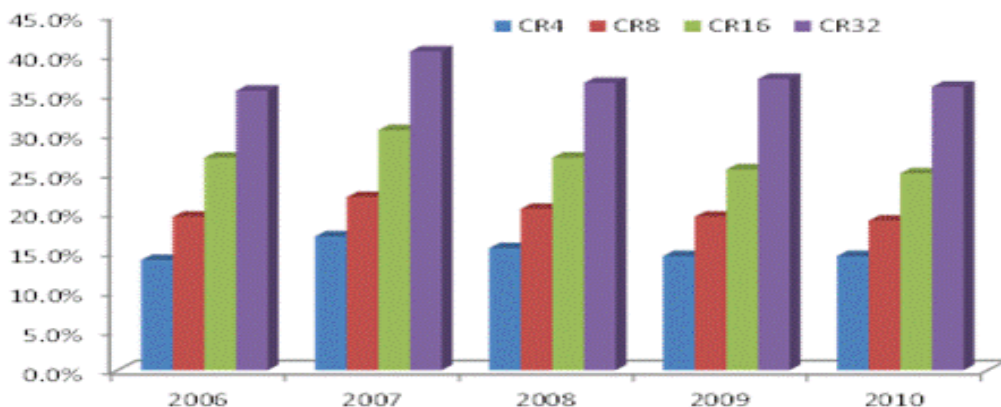
公司掌握真空灭弧室核心技术, 定位中压开关高端市场, 将受益于产业后续的集中度提升

虽然真空灭弧室在整个中压开关柜中的成本占比并不是很大, 但真空灭弧室具有战略性功能, 它决定了真空开关的性能、用途以及发展水平, 影响电力网络中输、变、配电系统的保护水平。

真空灭弧室作为战略性配套件, 影响上下游系统的销售值不下 1000 亿元。因此, 公司积极进入真空灭弧室的中高端市场, 将有望在未来与国际巨头的市场抗衡中不受制于人, 享受相应的市场话语权。公司将依托于公司掌握的高端真空灭弧室技术进入国外市场和国内进口替代市场, 奠定公司后续产品的高附加值、高毛利特征。

从我国中压开关行业情况来看, 由于以往的中压开关市场由地方电网主导, 因此造成了中压开关行业比较明显的区域分割的特征, 在每个区域都有几家与当地电网关系比较紧密的企业, 这样的区域特征和格局, 造成了中压开关行业整体的集中度持续的处于低位。低的行业集中度, 对于像平高电气等立足于高端, 依托于全产业链经营, 拥有客户优势将后续的国家电网集中招投标中具备综合竞争优势, 获取高的市场份额, 保证产能的有效释放。

图 10 中压开关集中度低, “十一五”期间未现明显提升



资料来源：东兴证券研究所、中国机电数据网

3.2 走出去是电力设备行业未来重要方向，公司依托集团国际工程公司、中电装备、国家电网多渠道扩展海外设备业务

从国内电力设备行业大的趋势性的方向来看有三个方向：智能电网（含特高压）、海外业务扩张、投资并购浪潮。

特别是在国内行业竞争激烈、产业投资增速下滑、行业逐步进入成熟期的情况下，如何通过海外市场的开拓获取狭义上更为广阔的市场将是国内领先电力设备企业必须也是最为迫切考虑的事情。

我国整体的电工装备制造水平已经达到较高的程度，在绝大部分高压电气领域具备了较强的国际竞争力，未来随着国家电网海外业务开拓的进一步加快，国内电力设备企业海外的营收将有望迎来快速的增加。

平高电气在海外业务扩展上具备较强的渠道优势，公司可以借助于集团的国际工程公司、中电装备、国家电网等高效的获得国外市场订单。

从李永河入主平高后，制定了大力开展海外市场的目标，主要通过产品销售、总包工程签订、买方（卖方）信贷项目等来推进。

公司 2012 年花在海外市场认证的费用数千万，多种断路器、高压交流隔离开关产品在意大利 CESI 国际电工试验站和荷兰 KEMA 电力试验所取得认证标志，同时积极推进俄罗斯电力设备市场准入认证。随着认证的获取，公司海外订单在持续增加，预计现有在手订单近 20 亿（其中在波兰等欧洲国家取得重大突破，中标金额已经超过 10 亿人民币），未来随着国家电网大型项目的增多以及公司买方（卖方）信贷项目的突破，公司的海外营收将有望出现大幅的增长。

4. 国家电网首提旗下上市公司“整体上市”，平高电气有望拔得头筹

4.1 整体上市提升日程，平高电气有望最先推进

在公司 2014 年董事会工作安排中提出：积极研究平高集团经营性主业整体上市工作，探索多种方式融资，寻找资本市场机遇，捕捉资产并购重组良机，优化整合产业分布，将公司不断发展壮大。公司这一任务的提出契合国家电网 2014 年工作会议提及的积极推动国网系平高电气、国电南瑞、许继电气等的整体上市。

我们认为，从李永河董事长进入平高电气以来一直积极依托平高集团进行相关的资产整合，以期为公司持续长久的发展提供源源不断的支持。

我们认为从资产整合的角度来看，后续几个方面值得资本市场重点关注：（1）依托于上市公司高压平台进行上游器件业务的整合。（2）依托于集团平高通用电气公司和上市公司天津中压开关产业园积极进行配网业务资产的整合。（3）依托于集团的检修业务、国际业务的整合。

从国网系下属几家公司来看，平高集团最先推进整体上市的可能性最大。我们认为对于国网系下属公司推动整体上市需要考虑三个条件：（1）整个集团和上市公司的资产的权属关系是否清晰以及下属子公司管理层、员工持股是否会对交易造成影响。（2）集团是否具备充足的注入资产。（3）集团资产是否较为复杂，对整体上市的制约较大。从上述三个条件来看，平高集团和上市公司整体的权属关系清晰，下属子公司基本 100%控股，同时随着公司几大平台业务资产整合的加快，可注入的资产对于上市公司未来的盈利会产生持续的影响。

图 11 平高集团主要的下属公司情况



资料来源：东兴证券研究所、公司网站

4.2 集团现有产业逐步形成核心器件+配网成套+海外工程服务+大修检修服务产业格局，望推动公司多个平台业务的搭建

依托平高通用电气公司和平高集团智能化电气有限公司推动配网设备一二次融合和成套化

2014年3月26日至28日，公司参加2014中国国际智能电网技术和设备展览会。参展的产品涵盖高压、中压、低压及配套产品有智能化组件、无SF6环保型气体绝缘环网柜、固体绝缘环网柜、无SF6环保型气体绝缘金属封闭开关设备、气体绝缘紧凑型开关柜及户外SF6分界断路器、真空分界断路器、开关控制器和馈线远方终端等。可见公司已经具备配网一二次主要设备的生产能力，未来随着公司产品系列的进一步完善，公司整体配网成套的能力将增强，后续随着资产整合的推进融合天津中压开关产业平台公司将逐步构建配网成套服务平台，结合电网配网投资的放大做大公司配网业务。后续集团有望通过外延式并购进一步扩大中压配网业务的产品线范围和市场营销范围。

从平高通用电气公司的订单和销售情况来看，目前整个集团配网业务已经初具规模。通用电气公司2012年配网订单突破10亿，2013年收入规模突破10亿，整体进展非常迅速。

依托国际工程公司构建海外总包业务平台，复制特变电工海外工程服务商模式。

从我国电力设备发展的趋势来看，未来海外市场能否取得有效开拓是未来电力设备企业能否快速发展壮大形成国际竞争优势的必由之路。

从国内电力设备企业的经营情况来看，特变电工是目前国内在海外市场开拓上最值得效仿的公司。从平高电气目前海外业务推进的模式来看，随着公司主要产品认证的完成，公司有望复制特变电工海外工程服务模式，快速扩大海外成套业务的发展。

海外工程总包服务盈利能力强，收入规模大，如果后续能作为整体上市资产注入上市公司，将对上市公司收入增速和盈利产生重大影响。

依托电力工程公司推动大检修业务的发展，公司已经与主要省网公司构建合作框架协议

国家电网推行“三集五大”，其中大检修作为五大之一，未来随着省网公司检修需求的逐步释放，大检修的市场将快速释放。

“十一五”我国进行了大量输变电的投资，随着这些设备运营年限的增加，后续维修改造业务有望成为公司新的业绩增量。从公司近几年备品备件的销售情况来看，虽然目前大检修业务的整体收入水平还不高，但是大检修业务的毛利率保持较高的水平（近几年持续稳定在40%以上），能有效提升公司业绩。

通过国内合资、国外收购、自我研发构建核心器件支撑平台

随着去年非公开发行完成后，目前集团的核心器件业务主要集中于平高东芝（廊坊）避雷器有限公司、平高东芝（河南）零部件制造有限公司，未来集团将依托于自有的产品研发、这两家公司股权的控制、海外核心器件研究机构和工厂的合作以及收购来构建公司核心器件的业务支撑平台，为提升公司开关产品的竞争力和走出去奠定基础。

5. 盈利预测及估值

特高压 2014 年爆发性推进基本上是板上钉钉的事情, 特别是能源委会议克强总理的讲话进一步支撑了这一判断, 特高压的大规模推进带来公司业绩快速成长的“显著性”, 而在满足核心器件供应体系支撑下公司“特高压+配网+海外”的产业布局则带来公司业绩快速成长的“持续性”。同时, 公司积极推进资产整合和集团整体上市事宜, 将进一步构建公司多平台融合发展、阶梯状推进的格局, 确保公司未来良好的成长性。特高压的稳步推进, 已经基本确保公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.71 (原为 0.67)、1.1 (原为 1.02), 对应的 PE 分别为 19.5、12.5, 继续给予公司强烈推荐评级, 提升公司未来目标价至 30 元 (原为 21 元)。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)			
	2013	2014E	2015E		2013	2014E	2015E
现金及现金等价物	241	450	500	营业收入	3818	5782	10242
应收款项	2865	3585	6145	营业成本	2836	4193	7405
存货净额	590	1535	2587	营业税金及附加	29	40	72
其他流动资产	307	289	512	销售费用	243	295	604
流动资产合计	4004	5858	9745	管理费用	251	419	813
固定资产	1276	1743	2032	财务费用	50	63	98
无形资产及其他	434	420	405	投资收益	28	30	40
投资性房地产	262	262	262	资产减值及公允价值变动	(19)	(37)	(65)
长期股权投资	384	384	384	其他收入	37	169	232
资产总计	6359	8667	12827	营业利润	454	933	1457
短期借款及交易性金融负债	661	1059	1354	营业外净收支	10	10	10
应付款项	1598	2197	3544	利润总额	464	943	1467
其他流动负债	439	948	1718	所得税费用	67	141	220
流动负债合计	2697	4203	6617	少数股东损益	(1)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	398	398	898	归属于母公司净利润	399	804	1251
其他长期负债	33	33	33				
长期负债合计	431	431	931	现金流量表 (百万元)			
负债合计	3129	4635	7548	净利润	399	804	1251
少数股东权益	3	0	(4)	资产减值准备	(15)	(19)	0
股东权益	3228	4032	5283	折旧摊销	137	129	161
负债和股东权益总计	6359	8667	12827	公允价值变动损失	19	37	65
				财务费用	50	63	98
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	营运资本变动	(1361)	(556)	(1719)
每股收益	0.49	0.71	1.10	其它	13	16	(4)
每股红利	0.12	0.00	0.00	经营活动现金流	(808)	411	(245)
每股净资产	3.94	3.54	4.64	资本开支	(228)	(600)	(500)
ROIC	12%	15%	18%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	12%	20%	24%	投资活动现金流	(240)	(600)	(500)
毛利率	26%	29%	29%	权益性融资	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	15%	负债净变化	(60)	0	500

EBITDA Margin	18%	20%	17%	支付股利、利息	(97)	0	0
收入增长	16%	51%	77%	其它融资现金流	548	398	295
净利润增长率	194%	102%	56%	融资活动现金流	235	398	795
资产负债率	49%	53%	59%	现金净变动	(814)	209	50
息率	0.9%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1055	241	450
P/E	28.4	19.5	12.5	货币资金的期末余额	241	450	500
P/B	3.5	3.9	3.0	企业自由现金流	(890)	(169)	(776)
EV/EBITDA	20.5	18.0	13.4	权益自由现金流	(402)	169	(2)

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士, 天津大学工学学士, 10 年工作经验, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师, 组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士, 韩国 POSTECH 大学工学博士, 电力设备与新能源行业首席研究员, 新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究, 获得东兴证券 2011 年度 “优秀工作者” 以及 2011 年度 “青年岗位能手” 称号。2012 年带领团队获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域, 专业功底深厚, 擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士, 天津大学工学学士, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届 (2012) “水晶球” 卖方分析师 “新能源” 行业公募、私募类第二名以及 “电力设备” 行业非公募类第六名; 获得第二届 (2012) “金罗盘” 电力设备行业最佳分析师。

高坤 研究员

产业经济学硕士, 2009 年加盟东兴证券研究所, 从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士, 资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究, 2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学” 的复合学历背景、“买方+卖方” 的双重从业背景, 擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘, 精于相对收益与绝对收益的把控, 注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本

人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。